

2019年03月19日

王睿哲

C0062@capital.com.tw

目标价(元/港元)

46/40

公司基本信息

产业别	医药生物		
A 股价(2019/3/19)	39.60		
上证指数(2019/3/19)	3090.98		
股价 12 个月高/低	45.82/26.46		
总发行股数(百万)	1625.79		
A 股数(百万)	1071.18		
A 市值(亿元)	424.19		
主要股东	广州医药集团有限公司 (45.04%)		
每股净值(元)	13.34		
股价/账面净值	2.97		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	8.5	12.0	43.1

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2018-10-30	32.80	买入
2018-08-23	34.65	买入

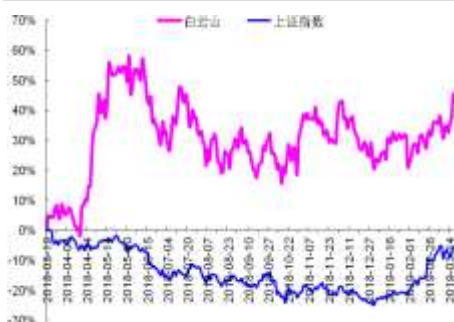
产品组合

大南药	37.2%
大健康	40.9%
大商业	20.7%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	7.3%
一般法人	61.0%

股价相对大盘走势



白云山(600332.SH/0874.HK)

buy 买入

2018 年净利 YOY+67%，收购及投资收益贡献较大

结论与建议：

- 公司业绩：**公司2018年实现营收422.3亿元，YOY+101.6%，录得净利润34.4亿元，YOY+66.9%(扣非后净利21.3亿元，YOY+10.1%)，折合EPS为2.1元。公司业绩处在业绩预告的下限附近，低于预期。其中公司2018Q4单季度实现营收123.6亿元，YOY+147.8%，录得净利润168.7万元，YOY-99.7%(扣非后亏损0.5亿元，2017Q4净利为0.6亿元)。公司拟每10股分红4.24元(含税)。
- 并表增厚营收，原有业务增长较为稳健：**全年来看由于并表医药公司及王老吉药业，公司全年共增厚营收203.2亿元，扣除后，公司原有业务实现营收219.1亿元，YOY+4.6%。其中大南药板块实现营收96.4亿元，YOY+23.6%，主要是受益于“两票制”政策使得抗生素类产品低开转高开以及中成药流感季提价以及金戈继续保持较快增长的推动；大健康板块实现营收94.9亿元，YOY+10.7%。从净利端来看，大健康业务录得净利8.5亿元，YOY+34.9%，另外公司2018年因收购医药公司、王老吉药业股权以及持有的一心堂公司、重药控股股权公允价值变动共增厚税前利润11.0亿元，对公司净利产生了较为积极的影响。
- 控货及集中商誉减值和公允价值变动影响Q4单季净利，看好2019Q1业绩恢复：**经过测算，公司Q4单季度原有业务营收为40.5亿元，YOY-18.8%，预计一方面是医药部分去库存及应对GMP车间改造产销减少，另一方面，王老吉的部分也未释放。从公司报表来看，公司2018年末合同负债为36.9亿元，YOY+128.4%，主要是公司王老吉春季铺货预收增加，预计将会在Q1释放，大南药部分在下游库存去化后出货也将得到恢复，另外考虑到公司大健康板块销售控费，多方面因素预计将会推动公司Q1净利端的增长。
- 盈利预测及投资建议：**我们预计公司2019/2020年分别实现净利润30.4亿元/36.2亿元，YOY分别-11.7%/+19.2%(扣非后YOY分别+20.5%/+22.8%)，EPS分别为1.87元/2.23元，A股对应PE分别为21倍/17倍，H股对应PE分别为15倍/13倍。目前A/H估值均相对合理，维持“买入”投资建议。
- 风险提示：**王老吉凉茶销售竞争加剧，南药板块销售增长不及预期

年度截止 12 月 31 日		2016	2017	2018	2019E	2020E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	1508	2062	3441	3037	3622
同比增减	%	15.97	36.71	66.90	-11.74	19.24
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.08	1.27	2.12	1.87	2.23
同比增减	%	6.75	17.95	66.88	-11.71	19.24
A 股市盈率(P/E)	X	36.13	30.63	18.36	20.79	17.44
H 股市盈率(P/E)	X	26.54	22.50	13.48	15.27	12.81
股利 (DPS)	RMB 元	0.28	0.38	0.42	0.37	0.45
GON 股息率 (Yield)	%	0.72	0.98	1.09	0.96	1.15

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER \geq 30%); 买入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER \leq -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER \leq -30%)

附一: 合并损益表

百万元	2016	2017	2018F	2019F	2020F
营业收入	20036	20954	42234	60915	66462
经营成本	13412	13063	32164	48630	52730
营业税金及附加	189	204	263	426	465
销售费用	3824	4286	5057	6640	7178
管理费用	1440	1580	1699	2071	2260
财务费用	-97	-211	-7	-61	-66
资产减值损失	7	20	180	10	10
投资收益	206	338	1271	340	340
营业利润	1467	2461	3836	3539	4226
营业外收入	555	77	198	80	80
营业外支出	76	44	15	50	50
利润总额	1945	2493	4019	3569	4256
所得税	386	374	485	428	511
少数股东损益	51	57	93	104	124
归属于母公司所有者的净利润	1508	2062	3441	3037	3622

附二: 合并资产负债表

百万元	2016	2017	2018F	2019F	2020F
货币资金	13091	11697	16115	16437	18903
应收账款	1108	1114	10872	12830	15395
存货	2781	3700	9232	9416	9511
流动资产合计	19514	21505	43031	47334	52068
长期股权投资	2290	2008	1760	1813	1867
固定资产	2107	2082	3166	3229	3294
在建工程	255	285	480	495	510
非流动资产合计	6383	6810	8451	8873	9317
资产总计	25897	28315	51482	56208	61385
流动负债合计	7422	8269	26949	29105	31433
非流动负债合计	821	783	1390	1445	1503
负债合计	8243	9052	28338	30550	32936
少数股东权益	309	392	1459	1678	1929
股东权益合计	17345	18872	21685	23980	26520
负债及股东权益合计	25897	28315	51482	56208	61385

附三: 合并现金流量表

百万元	2016	2017	2018F	2019F	2020F
经营活动产生的现金流量净额	2445	1834	5217	5,739	6,312
投资活动产生的现金流量净额	-249	-2441	1110	-1400	-1400
筹资活动产生的现金流量净额	6725	-484	-2751	-2000	-2000
现金及现金等价物净增加额	8919	-1091	3576	2339	2912

1

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写, 群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务, 不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠, 但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司, 不对此报告之准确性及完整性作任何保证, 或代表或作出任何书面保证, 而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司, 及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证; @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证; @。此份报告, 不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。